

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 17620061151372

UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

最终控制人、股利政策与投资者利益保护

——基于西水股份的案例研究

Controlling Shareholders, Dividend Policy and
Investor Protection

——Case Study on XiShui Strong Year

朱 晓 雯

指导教师姓名: 李 常 青 教授

专 业 名 称: 企 业 管 理

论文提交日期: 2 0 0 9 年 4 月

论文答辩日期: 2 0 0 9 年 月

学位授予日期: 2 0 0 9 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2009 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

摘 要

随着公司治理相关研究的发展, 控制性股东与中小股东之间的利益冲突成为上市公司的主要代理问题。在存在控制性股东的情况下, 尤其是在法律保护不完善的环境中, 如何保护中小投资者的利益成为社会各界关注的焦点。股利发放原本一直被视为减少代理成本、保护外部投资者利益的一种重要方式, 然而在特定的制度背景下, 股利也可能成为控制性股东侵害中小股东利益的工具。在投资者权益保护不完善, 大股东控制上市公司时, 股利政策是否只能沦为大股东攫取私利的工具, 控制性股东如何通过股利政策来侵害中小股东的利益, 这是本文关注的问题。

本文以内蒙古西水股份有限公司为对象, 研究其自上市以来的股利发放情况。论文以代理理论为基础, 结合股利政策相关理论, 对西水股份实际控制人所作出的股利政策做了一个详细的分析。研究表明: 首先, 在中国特定的制度背景下, 无论股利的发放与否都会损害到中小股东的利益, 股利政策并不能保护中小股东的利益; 其次, 控制性股东根据自身的需要来制定股利政策, 很少考虑外部股东的需求; 第三, 无论是何种性质的控制性股东在现金流量权很小、两权分离的情况下, 都有充分的动机不发放股利, 而是通过其他方式来获取私利。

本文主要的贡献之处在于: 从股利供给者的角度考虑上市公司的股利政策, 通过不同的侧面来衡量股利分配政策与投资者保护的关系, 得到关于在股权集中、投资者保护环境不完善的条件下, 最终控制人制定股利政策的依据以及股利政策与中小股东利益的关系等相关结论, 可以为代理理论以及股利相关理论提供证据, 也可以为政策的制定提供建议。

关键词: 股利政策; 投资者保护; 最终控制人

厦门大学博硕士论文摘要库

Abstract

With the development of corporate governance-related research, the interest conflicts between controlling shareholders and small, diversified shareholders become the main agency problem, especially in the imperfect legal protection environment. Therefore, how to protect investors' rights attracts the attentions. Dividends have been paid as an important way to reduce agency costs. However, in unique institutional and legal settings, dividends can also be an instrument of controlling shareholders for expropriation. This paper investigates the dividend policy from the perspective of ultimate control rights and investor protection.

Based on the agency theory, this paper analyzes the dividend policy made by the ultimate controlling shareholders in XiShui Strong Year Inner Mongolia Co., Ltd. The control rights of this company have been transmitted from a state-owned enterprise to a private firm. Study shows that: (1) Whether dividends are distributed or not, it can mean that controlling shareholders are seeking rent from minority shareholders. (2) Dividend policy stands for the requirement of controlling shareholders, with little regard for others. (3) When ownership is low, ultimate shareholders of state or non-state entities have the same incentive of keeping retained earnings. They prefer to gain private benefits through other ways, instead of dividends payment.

In this paper, the relationship between dividend policy and investor protection is evaluated from different perspectives. It's supposed to offer evidence of relevant theories, including agency theory and dividend theory. And it is also expected to make contributions to formulate the regulations.

Key Words: Dividend Policy; Investor Protection; Controlling Shareholders

删除的内容: Controlling
Shareholders

删除的内容: Dividend Policy;
Investor Protection

厦门大学博硕士论文摘要库

目 录

第一章 引言.....	1
第一节 研究背景及意义.....	1
第二节 研究思路及框架.....	3
第二章 理论基础及文献综述.....	5
第一节 理论基础.....	5
第二节 文献综述.....	6
第三章 西水股份控制权及股利分配政策.....	11
第一节 西水股份概况.....	11
第二节 西水股份股权结构的演变过程.....	12
第三节 西水股份的股利分配情况.....	16
第四章 西水股份股利政策及投资者保护情况分析.....	19
第一节 分析方法及依据.....	19
第二节 市场对股利政策的反应.....	21
第三节 发放股利的时机与不发股利的原因.....	23
第四节 中小股东利益受到侵害了吗.....	28
第五章 结论与启示.....	41
附录.....	43
参考文献.....	45
致谢语.....	49

Contents

Chapter 1 Introduction.....	1
Section 1 Research Background and Incentive	1
Section 2 Research Method and Framework	3
Chapter 2 Theoretical Foundation and Literature Review	5
Section 1 Theoretical Foundation	5
Section 2 Related Research Literatures	6
Chapter 3 Corporate Control Right and Dividend Policy	11
Section 1 A general Survey on the Xishui Co.,Ltd	11
Section 2 Ownership Structure Evolution of the Xishui Co.,Ltd	12
Section 3 Dividend Policy of the Xishui Co.,Ltd.....	16
Chapter 4 Analysis on Dividend Policy and Investors Protection.....	19
Section 1 Analytical Methods and Basis.....	19
Section 2 Market Response to Dividend Policy	21
Section 3 Timing of Payment and Reasons for Non-Payment	23
Section 4 Is the Inrerests Violated	28
Chapter 5 Conclusions and Discussions	41
Appendix.....	43
Reference	45
Acknowledgements	49

删除的内容: Was

第一章 引言

第一节 研究背景及意义

投资者利益保护是近年来国内外理论界和实务界普遍关注的热点问题,在新兴资本市场国家里,这更是一个焦点问题,因为在这些国家中,由于相关法律法规的不完善,更容易发生损害股东利益的行为(姜付秀等,2008)^[1]。近年来的研究表明,不同国家上市公司在股权集中度、资本市场的广度和深度、股利政策以及公司接近外部资本市场的能力等方面,都存在极大的差异。而不同国家之间的投资者(包括股东和债权人)能否得到法律保护,使他们免受经理和控股股东的盘剥(expropriation),是造成以上差异的重要原因(La Porta et al., 1998)^[2]。

删除的内容: ,

带格式的: 非突出显示

世界银行从交易的透明度(披露指数)、内部交易的问责制度(董事责任指数)以及股东对政府官员和公司经理人的不当行为提起诉讼的能力(股东诉讼指数)三个维度构建了投资者保护指数^[3]。据其对188个国家及地区商业环境的研究报告显示,2008年我国的投资者保护总体得分仅5分(满分为10分),与俄罗斯、肯尼亚等19个国家并列第92位。而其中的股东诉讼指数仅得4分,与伊拉克等21个国家并列136位。由此可见,我国投资者保护情况不容乐观。事实上,在我国资本市场中,侵害股东尤其是小股东利益的行为屡屡发生,已经成为制约我国资本市场及上市公司发展的重要问题。如何保护投资者利益也成为社会各界共同关注的焦点问题。

投资者对公司进行投资的目的是为了获得投资回报,因此,投资者利益保护的本身就在于保护投资者获得投资回报。公司盈利能力保证了投资者可以获得长期回报,而现金和股票红利以及股票持有收益则是投资者短期回报的反映(姜付秀等2008)^[1]。所以,股利政策是投资者保护所应该关注的一个重要方面。

2001年3月28日,中国证监会颁布《上市公司新股发行管理办法》,规定存在“公司最近3年未有分红派息,董事会对于不分配的理由未作出合理解释”等情况的不予以核准其发行申请;2006年,证监会再次修改新股发行办法,进一步说明了发行条件中关于股利分配的规定:“最近三年以现金或股票方式累计

分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之二十”。我国的监管部门试图通过相关规定,迫使上市公司在一定条件下分红,以保障投资者的利益。这是基于我国上市公司此前股利分配率较低,长期未分配公司比例高的情况而制定的对策。然而,学术界对此的争论却从未停止过。

就目前研究的结果来看,中国的股利分配面临一个十分尴尬的处境,不管采取何种分配政策,“不公平”或者说“利益侵占”总是政策的内在之意(应展宇,2004)^[4]。从自由现金流量假说到利益输送假说,从法律保护的结果到迎合控制性股东需求,现金股利从保护投资者利益转化为侵害中小股东利益的工具,我国上市公司的股利政策似乎一直都无所适从。发放股利,意味着大股东可以以更低成本取得与中小股东同样的、合理的回报;不发放,则可能导致自由现金流量太多,也为内部人攫取利益提供方便。那到底是否应该发放股利?股利政策是否从来都是大股东侵占中小股东利益的工具?传统的股利理论似乎都无法给出足于服众的答案。

删除的内容:股利政策是否从来都是大股东侵占的工具

另外,随着公司治理等相关理论研究的不断深入,股利政策原有的研究前提——股权高度分散——也悄然发生变化。La Porta et al. (1999)^[5]发现除了少数投资者保护程度十分高的国家外,很少有公司的股权是高度分散的。他们通过追溯控制链,发现大多数上市公司都存在一个最终控制人。最终控制权的存在使代理问题从原有的股东与管理层之间转移到控制性股东与非控制性股东之间,也引发人们对于控制性股东控制上市公司的动机以及结果的思考。如果股利在我国只能是一种侵占工具,那控制性股东如何运用股利分配来进行利益侵占呢?到底该如何保护中小股东的利益呢?

Baker 和 Wurgler (2002)^[6]认为传统理论无法解释上市公司为什么发放股利这个问题,主要是因为,传统的股利理论大多只考虑了股利的需求方,而忽略了股利的供给方。而经验的研究也表明,控制性股东对于股利政策存在较大的影响(黄娟娟,沈艺峰,2007)^[7]。因此,从最终控制人的角度出发,考虑上市公司的股利政策对投资者利益的保护无论对于理论的研究还是实践的指导都存在着十分重要的意义。

从理论上说,公司为什么支付股利这一问题,周县华,吕长江(2008)^[8]认为即使到今天,还没有足够的经验证据来证明哪一个观点是正确的。本文撇开

对单个理论适用性与否的检验,以代理理论为基础,综合考虑股利相关理论,从控制人的行为角度对上市公司股利政策进行剖析,对“股利之谜”现有的解释提供有效的补充,同时也对控制性股东与中小股东之间的代理问题提供有力的证据。

从实践上说,我国投资者保护相关政策、法规虽然不断完善,但仍然存在很多亟待解决的问题,对上市公司利润分配的相关规定一直存在争议。本文首先判断了大股东控制、投资者保护不足的情况下,股利的发放与否都有可能侵害中小股东利益。其次,综合各方面的信息,探寻利益侵占的证据,包括最终控制人侵害中小股东利益的动机、上市公司长期业绩表现、市场的反应等,对控制性股东利益侵害行为提供一个立体的分析,有一定的政策借鉴意义。

第二节 研究思路及框架

本文从股利供给方的角度出发,着重研究上市公司存在最终控制人的情况下,股利政策是否只能是控制性股东侵占中小股东利益的工具,还能否保护中小投资者利益?最终控制人如何通过股利政策来侵害中小股东的利益?文章主要以代理理论为基础,结合股利相关理论,采用案例研究的方式,从一家具体的上市公司入手,分析其股利分配情况,寻找具有一定代表性的解释。

本文的分析分为五个部分:

第一部分为引言,即本部分,对论文的研究背景、意义以及研究思路和整体框架做一个阐述;

第二部分为理论基础与文献综述,论文以控制性股东与外部股东之间的代理问题为基础,回顾了国内外文献中关于最终控制人对股利政策的影响以及股利政策与投资者保护关系的研究;

第三部分为西水股份的控制权及股利分配情况,该部分简要介绍了所要研究的上市公司,同时回顾公司的控制权转变过程、股利分配情况以及由股利政策所引发的中小股东维权运动的始末;

第四部分为西水股份的股利政策及投资者保护情况分析,该部分从所研究的上市公司的股利政策入手,观测市场对其股利政策的反应,判断股利政策是否合理;寻找公司自身对股利政策解释,分析控制人可能的动机,从投资、关联交易、

信息披露质量以及非流通解禁后控制性股东的举动等各方面收集证据,判断不同的股利政策是否都侵害了中小股东的利益,最终控制人采用何种的方式获取自身的利益;

第五部分为本文的结论及启示,该部分对论文做一个整体的总结,根据研究的情况提出相应的建议。

删除的内容: 图?

第二章 理论基础及文献综述

第一节 理论基础

公司治理及相关理论的研究在很长一段时间内都是沿着 Berle 和 Means 1932 年提出的所有权分散、所有权与经营权分离的研究基调,以所有者和经营者之间的委托代理问题为主线展开的。在 Berle、Means 命题中,所有权和控制权的相互分离,使股东与管理者之间形成一种委托代理关系。在这一委托代理关系框架中,作为委托人的股东总是希望作为代理人的管理者能够从股东利益最大化出发来有效地管理公司。但是由于管理者本身具有道德风险,股东和管理者之间又存在信息不对称,加上契约的不完备性,因此产生代理成本问题(Jensen et al., 1976)^[9]。

然而,随着研究对象慢慢地扩大到美国等发达国家以外的新兴市场国家、转轨经济国家以及欧洲大陆国家时,越来越多证据表明企业的所有权并不是都如 Berle 和 Means 所描述的那样高度分散。Classens et al. (2000)^[10]对东亚国家和地区 2980 家上市公司的股权结构进行分析,发现其中 2/3 的公司的股权是集中的。Faccio and Lang (2002)^[11]针对 13 个西欧国家的 5232 家上市公司的最终股权结构做了深入分析,发现只有英国和爱尔兰存在较多的公众持股公司,54% 的欧洲公司是由股权集中的大股东所控制。控制性股东的存在使得委托代理问题的重心从所有者与管理者之间转到了控制性股东与中小股东之间 (Shleifer and Vishny, 1997)^[12]。

研究显示,控制性股东普遍通过金字塔结构、交叉持股和二元股权结构强化了其控制权 (La Porta et al., 1999; Classens et al., 2000; Faccio et al., 2002; 赖建清, 吴世农, 2005)^{[5][10][11][13]},从而导致最终控制人对上市公司的控制权往往会超过其所有权,使控制性股东在该公司中行使的控制企业资源的能力和管理决策的权利超过其所承担的义务和责任,从而产生最终控制人与中小股东之间的代理冲突。

控制性股东可以利用其掌握控制权获取外部投资者无法获得的利益,即所谓的控制权私利。控制性股东为了攫取控制权私利,可能利用各种方式对上市公司

进行掏空，Johnson et al.（2000）^[14]以“隧道挖掘”（Tunneling）来描述控制性股东对上市公司的资源转移行为，包括资产出售、与控制性股东签订对上市公司不公平的合约，债务担保以及对公司发展机会的侵占，内部交易等，甚至采取直接的欺诈和盗取等非法手段。而金字塔结构又为控制性股东提供了至少两个方面的便利，一方面，金字塔结构增加了公司组织结构的复杂性，从而降低了公司的透明度；另一方面，金字塔结构的杠杆作用放大了控股股东的财富效应（刘启亮等，2008）^[15]。

股利的发放原是作为缓和代理冲突、保护投资者利益的方式之一；然而，也有研究认为由于控制性股东能够左右股利政策，在特定的制度背景下，股利分配本身也能成为控制性股东侵害中小股东利益的工具。下文就对股利的作用做了一个梳理，展示现有研究对股利与投资者保护之间关系截然不同的阐述。

第二节 文献综述

一、股利政策与投资者保护的关系

自 1976 年 Black 提出“股利之谜”以来，学术界对它的研究呈现百家争鸣之盛况，然而这么长时间以来始终各执一词，莫衷一是。目前的研究对于股利政策与投资者利益保护之间的关系，有以下两类截然相反的看法：

第一，股利的发放能够降低代理成本，有利于保护投资者的利益。

最初对股利的研究都是建立在分散的股权结构的基础上的，股利发放被看作是缓解股东与管理层之间的代理冲突的途径之一。Rozeff（1982）^[16]认为股利支付一方面会给管理者带来压力以确保有足够的现金用于支付股利；另一方面则可能迫使管理者融资来获得投资所需资金，这样就使股东能够了解资金的用途，进而能够减少管理者在非盈利项目上的浪费，从而降低了代理成本。Easterbrook（1984）^[17]进一步指出持续的股利支付可以迫使公司在需要资金时不得不接受资本市场的监督，从而有助于减少代理成本。Jensen（1986）^[18]则在以上基础上提出了“自由现金流量假说”认为支付现金股利是减少自由现金流量的方法之一，可以防止管理层将资源浪费在效益低下的投资项目上。Lang and Lizenberger（1989）^[19]的研究也支持了该假说，表明管理者若正处于过度投资状态，股息的提高将减少过度投资并提高企业的市场价值。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库